

РИСКИ ОБЛИГАЦИОННОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ ПРИ ОПТИМИЗАЦИИ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА

К. А. Одинокова¹, Е. А. Коробов²

¹*Саратовский социально-экономический институт
(филиал) РЭУ им. Г. В. Плеханова, Россия*

²*Саратовский национальный исследовательский
государственный университет им. Н. Г. Чернышевского, Россия*
E-mail: odinokova.kristina93@mail.ru, korobovea@yandex.ru

В статье обосновывается необходимость привлечения облигационного финансирования хозяйствующими субъектами в контексте популярных теоретических концепций, рассматривающих проблему оптимальности структуры капитала. Исследование рисков, возникающих у эмитентов облигаций, подчинено тезису о том, что облигационное финансирование является одним из наиболее эффективных с точки зрения оптимизации структуры капитала компаний, позволяя хозяйствующему субъекту в короткие сроки изменять эту структуру, приводя соотношение собственных и привлеченных финансовых ресурсов к оптимальному значению.

BOND FINANCING RISKS IN OPTIMIZING THE CAPITAL STRUCTURE

K. A. Odinkova, E. A. Korobov

The article substantiates the necessity of attracting bond financing by economic entities in the context of popular theoretical concepts that consider the problem of optimal capital structure. The study of risks arising from bond issuers is subject to the thesis that bond financing is one of the most effective tools from the point of view of optimizing the capital structure of companies, allowing the economic entity to change this structure in a short time, bringing the ratio of its own and attracted financial resources to the optimal value.

Доступность облигационного финансирования и стоимость привлечения соответствующего источника капитала во многом определяются рисками, с которыми сталкиваются участники данного процесса. В отечественной и зарубежной научной литературе вопросам рассмотрения рисков участников рынка облигаций уделяется недостаточно внимания, при этом вопрос распределения рисков между участниками рынка исследователями вообще не поднимается. Традиционно риски на рынке облигаций рассматриваются с позиции инвестора, приобретающего долговые инструменты для включения в состав своего инвестиционного портфеля, при этом рискам, возникающим у эмитента при привлечении облигационного финансирования и рискам профессионального посредника, осуществляющего, в частности, размещение облигаций, внимания практически не уделяется.

Использование облигационного финансирования для оптимизации структуры капитала сопряжено с определенными рисками, объективно принимаемыми

ми на себя эмитентами облигаций. Однако вплоть до текущего момента в экономической литературе данная проблематика анализируется не с позиции управления структурой капитала эмитентами облигационных выпусков, а с позиции облигаций как финансовых инструментов, рассматриваемых с точки зрения инвесторов, включающих их в состав своих инвестиционных портфелей [1, 2].

Принципиально важно отметить, что подобный подход к рассмотрению рисков облигационного финансирования характерен не только для отечественной, но и для зарубежной финансово-экономической литературы.

По мнению Ф. Дж. Фабоцци, являющегося одним из наиболее авторитетных зарубежных исследователей в области облигационного финансирования и оказавшего существенное влияние на формирование научных представлений о рисках, присущих этим финансовым инструментам, работа на облигационном рынке связана со следующими видами рисков: «риски, связанные с процентными ставками», «риск, связанный с реинвестициями», «риск, связанный с коллопционами», «кредитный риск», «риск инфляции», «риск, связанный с курсами валют», «риск ликвидности», «риск волатильности», «риск риска».

Стоит отметить, что во многом аналогичный подход к пониманию рисков облигационного финансирования применяется в работах У. Шарпа, Г. Александера, Дж. Бейли, Х. П. Бэра, А. Дамодарана и других признанных зарубежных специалистов по облигационному рынку.

В свою очередь в отечественной научной литературе А. В. Якунина и Ю. В. Семернина, дополняя научные представления Ф. Дж. Фабоцци, предлагают подразделять риски облигационного финансирования на две большие группы: «риски, связанные с размещением облигаций» (в эту группу авторы включают «риск несбалансированности спроса и предложения» и «риск несоответствия ожидаемой и фактической доходности») и «риски, связанные с обращением облигаций» (к ним исследователи относят все риски, выделенные Ф. Дж. Фабоцци, без изменений и дополнений) [3, 4]. Необходимо особо отметить, что авторы акцентируют внимание на необходимости рассмотрения каждого выделяемого риска с позиций всех участников облигационного финансирования: эмитентов, профессиональных посредников и инвесторов, отмечая, что значимость конкретного риска для каждого них может быть совершенно разной.

Отдельные теоретические вопросы, связанные с рисками облигационного финансирования, в различных аспектах затрагиваются в научных работах Н. М. Волковой, Л. И. Бестужевой, К. В. Корнева, С. Э. Цвирко, Е. В. Худько, Л. Л. Игониной, Н. И. Берзона, Т. М. Милицковой, И. Р. Байбекова, И. А. Дарушина, О. В. Малиновской, Е. А. Сапко, Т. В. Тепловой, Т. В. Соколовой, А. А. Щербакова, М. А. Шуклиной, А. С. Белова, Е. Ю. Похилого, О. В. Ермолаевой, С. В. Шаутина и ряда других исследователей.

Как нам представляется, основным недостатком перечисленных выше научных работ, в которых рассматриваются риски облигационного финансирования, является неравнозначное понимание значимости его участников: эмитен-

тов, посредников, работающих на облигационном рынке, и инвесторов. В подавляющем же большинстве случаев, пусть и не всегда в явном виде, облигации априори рассматриваются как составная часть облигационного портфеля (либо потенциального, либо фактически сформированного), а их риски, соответственно, интерпретируются с позиции владельца облигаций, т.е. происходит «преувеличение» роли инвесторов и «преуменьшение» ролей остальных участников данного процесса.

Таким образом, с точки зрения оптимизации структуры капитала корпоративными эмитентами облигационное финансирование характеризуется следующими рисками, а именно:

- 1) риск неполного размещения облигационного выпуска;
- 2) риск более высокой стоимости привлечения финансовых ресурсов (по сравнению с их ожидаемой стоимостью);
- 3) риск прохождения оферты по облигационному выпуску;
- 4) риск рыночной ликвидности.

Таким образом, при оптимизации структуры капитала риски облигационного финансирования должны рассматриваться с точки зрения эмитентов облигационных выпусков, являющихся инициаторами и основными «выгодоприобретателями» данного процесса. Дело в том, что экономические интересы участников облигационного финансирования могут существенно отличаться, а в ряде случаев – быть диаметрально противоположными. По этой причине один и тот же анализируемый риск может совершенно по-разному восприниматься участниками процесса облигационного финансирования и иметь для них разную значимость (например, риск может быть значимым для эмитента облигаций, но абсолютно нейтральным для посредника, работающего на облигационном рынке).

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Коробов Е. А. Риски сырьевой модели роста российской экономики // Математическое и компьютерное моделирование в экономике, страховании и управлении рисками: Материалы V Международной молодежной научно-практической конференции. Саратов : Изд-во Саратов. ун-та, 2016. С. 246-251.
2. Щербаков А. А. Проблемы облигационного финансирования в региональном разрезе (на примере Саратовской области) // Вестник Саратовского государственного социально-экономического университета. 2014. № 4 (53). С. 102-106.
3. Якунин С. В., Якунина А. В., Семернина Ю. В. Факторы риска снижения стабильности российской банковской системы в современных условиях // Математическое моделирование в экономике, страховании и управлении рисками: сб. материалов IV Междунар. молодежной науч.-практ. конф. в 2 т. Т. 2. Саратов, 2015. С. 300-306.
4. Якунина А. В., Семернина Ю. В. Риски облигационного финансирования // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2012. № 36 (126).